



**PRÉSTAMOS VERSUS BONOS, VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE
CADA TIPO DE DEUDA DESDE EL PUNTO DE VISTA DE LA
EMPRESA**

**Trabajo de Suficiencia Profesional presentado para optar al Título
Profesional de Licenciado en Economía**

**Presentado por
Diego Daniel Chirinos Ramal
Sandra Fiorela Moreno Camino**

Lima, enero 2020

RESUMEN

El desarrollo y evolución de los mercados de capitales han llevado a las empresas a contar con mayores opciones de financiamiento, complementando a los tradicionales préstamos bancarios. En este contexto, las empresas necesitan analizar las distintas modalidades de financiamiento para tomar la mejor decisión. Sin embargo, un problema latente es la falta de conocimiento por parte de las firmas de las principales características de cada tipo. De esta manera, el presente estudio tiene como objetivo identificar y analizar las ventajas y desventajas asociadas al financiamiento mediante préstamos bancarios y la emisión de bonos. Para dicho fin se consideró un enfoque cualitativo tomando como base investigaciones existentes. Se determinó que la elección del tipo de financiamiento adecuado para cada empresa depende de factores intrínsecos como el tamaño, la capacidad crediticia y el nivel de apalancamiento de la misma. Asimismo, depende de factores externos como lo son los sistemas legales, regulatorios y características institucionales.

ABSTRACT

The development and evolution of capital markets have led companies to have greater financing alternatives, complementing traditional bank loans. In this context, companies need to analyze the different financing modalities to take the better decision. However, an issue is the lack of knowledge by the firms of the main characteristics of each type. Thus, this document aims to identify and analyze the advantages and disadvantages associated with financing through bank loans and bonds issuance. For that purpose, we considered a qualitative approach based on existing research. We determined that the choice of the right type of financing for each company depends on intrinsic factors such as size, credit capacity and the level of leverage thereof. It also depends on external factors such as legal, regulatory systems and institutional characteristics.

TABLA DE CONTENIDO

| | |
|--|-------------|
| RESUMEN..... | ii |
| INDICE DE ANEXOS | iv |
| | |
| INTRODUCCIÓN | v |
| CAPÍTULO I. MARCO TEÓRICO..... | vii |
| | |
| CAPÍTULO II. EVIDENCIA EMPÍRICA | ix |
| | |
| CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES | xi |
| | |
| REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS | xiii |
| ANEXOS | xv |

ÍNDICE DE ANEXOS

| | | |
|----------|---|-------|
| Anexo 1: | Emisiones de bonos vs créditos bancarios en Perú..... | xvi |
| Anexo 2: | Alcances de la investigación | xvii |
| Anexo 3: | Ventajas y desventajas del financiamiento vía préstamos bancarios y bonos | xviii |

INTRODUCCIÓN

Atraer fuentes adicionales de financiamiento es comúnmente un medio necesario para el desarrollo de un negocio, pues financiarse con capital propio es en la mayoría de casos insuficiente y no preferible que el financiamiento a través de deuda.

De esta manera, la necesidad de las empresas de obtener capitales para ampliar sus operaciones, diversificar sus inversiones e incrementar su producción ha traído como consecuencia la aparición de distintas modalidades de financiamiento empresarial. Así, existen tres modalidades de financiamiento empresarial: el tradicional crédito bancario, préstamos privados no bancarios y emisión de valores en el mercado de capitales.

En el mercado de capitales se realizan transacciones de compra/venta de títulos valores como acciones, bonos, papeles comerciales, entre otros. Este ha experimentado un importante crecimiento a nivel mundial en las últimas décadas como consecuencia de que las empresas recurren con mayor frecuencia a la emisión de valores para conseguir el financiamiento indispensable para sus operaciones.

En América Latina, los mercados financieros han experimentado una profunda transformación a lo largo de la última década. Uno de los avances significativos ha sido la migración del financiamiento bancario hacia el financiamiento a través de los mercados de capitales locales, reduciendo así la dependencia de entidades financieras (en su mayoría internacionales) (Quispe-Agnoli & Tovar, 2008).

Particularmente en el Perú, de enero a noviembre de 2019, el financiamiento de empresas mediante emisión de bonos en el mercado local alcanzó los \$1,872 millones. Esta cifra es 35% mayor a la reportada en el mismo periodo del 2018. Asimismo, la demanda de inversionistas por estos papeles duplicó la oferta, lo cual evidencia la creciente acogida de este tipo de financiamiento en emisores e inversionistas (Manrique, 2019). En el Anexo 1 se presenta una evolución tanto del mercado de bonos como el de créditos bancarios. Se puede apreciar en algunos años un mayor monto colocado a través de emisiones de bonos que vía préstamos bancarios, ello porque las colocaciones de bonos suelen ser de mayor tamaño que los préstamos.

Sin embargo, la participación de los bonos en el financiamiento del sector privado peruano sigue siendo baja, dado que la mayoría de las empresas toman créditos para financiar sus actividades productivas y suelen acudir al mercado de capitales en caso sus líneas de crédito bancarias hayan sido íntegramente utilizadas (Banco Central de Reserva del Perú, 2019).

En el contexto actual donde el mercado de capitales gana mayor terreno tanto como opción de financiamiento, las empresas deben considerar y analizar de manera global los puntos a favor y en contra de las alternativas que tienen. En esta línea, el objetivo del presente trabajo es identificar

ventajas y desventajas asociadas al financiamiento mediante préstamos en comparación con el financiamiento a través de bonos para contribuir con una mejora en la toma de decisiones de las empresas. Se plantea probar la veracidad de la siguiente hipótesis: la alternativa de financiamiento más conveniente para una empresa dependerá de factores intrínsecos, específicamente el tamaño y la capacidad crediticia de la misma.

La investigación tendrá alcance exploratorio-descriptivo-explicativo (Ver Anexo 2). Es de alcance exploratoria ya que consiste en estudiar a profundidad un tema poco analizado, como lo son la toma de decisión entre el financiamiento vía emisión de bonos o préstamos bancarios. Asimismo, se considera de alcance descriptivo ya que se busca, a través del levantamiento de información académica, describir y analizar las principales características de ambos tipos de financiamiento. Por último será de carácter explicativo al identificar los potenciales motivos de los resultados obtenidos en la evidencia empírica analizada.

CAPÍTULO I. MARCO TEÓRICO

Los créditos bancarios han sido y son la principal fuente de financiamiento de las empresas dada la común relación que existe entre una compañía y entidades financieras para facilitar diversas operaciones (Banco Central de Reserva del Perú, 2019). Se entiende por préstamo bancario a la operación por la cual una entidad financiera pone a disposición del cliente una cantidad de dinero determinada que se estipula a través de un contrato. En caso sean préstamos con un tamaño considerablemente grande son comunes los créditos sindicados, donde el préstamo es proporcionado por un conjunto de entidades.

Por otro lado, dado el auge de las últimas décadas del mercado de capitales, las empresas acceden a él para financiarse a través de la emisión de bonos. Un bono es un instrumento de deuda que emite una empresa o administración pública para financiarse. El emisor de un bono promete devolver el dinero prestado al comprador de este instrumento, normalmente más unos intereses fijados previamente, conocidos como cupón. Por eso se conoce como instrumento de renta fija. Es común que sean varios inversionistas los compradores de estos instrumentos, siendo posible que se transen en un mercado secundario (Place, 2005).

La decisión de una empresa entre ambas opciones de financiamiento debe ser tomada luego de una evaluación integral de los posibles beneficios y perjuicios de cada una de las opciones en la firma. A continuación se presenta un compendio de características esenciales de los mencionados instrumentos de financiamiento (ver Anexo 3).

Martín y Téllez (2011) afirman que las empresas prefieren el financiamiento a través de préstamos bancarios por la relación que tienen con las entidades financieras, que a la vez, les otorgan mayor velocidad, flexibilidad de renovación y liquidación. A diferencia del financiamiento a través de bonos, es más sencillo y rápido negociar con unos pocos bancos que con gran cantidad de bonistas.

Una visión alternativa sostiene que debido a que en una emisión de bonos existe un mayor universo de inversionistas, es más factible que estos tengan un apetito de riesgo mayor y por ende, mayor flexibilidad. Por este motivo, los plazos, resguardos financieros y garantías que se pactan en una emisión de bonos son más laxos que en un crédito bancario (Morellec & Schurhoff, *Corporate Investment and Financing Under Asymmetric Information*, 2010).

En esa misma línea, dado el perfil de riesgo-retorno de los inversionistas, estos están dispuestos a esperar un menor retorno y por ende a ofrecer una menor tasa. Esto se refleja en un menor costo financiero para las empresas en comparación con los préstamos bancarios (Marks, 2012). Sin embargo, el financiamiento a través de bonos implica gastos asociados a la emisión, como son los gastos de estructuración, legales, de clasificación de riesgo, entre otros; así como un mayor

tiempo para obtener el financiamiento (Denis & Mihov, 2003). En agregado es posible que estos gastos terminen haciendo más costosa la transacción.

La principal desventaja para una empresa de emitir bonos es la necesidad de reportar información tanto financiera como estratégica (Jenkins, 2009). Esta obligación de reporte, también denominada *open kimono*, es considerada para algunas empresas como una pérdida de privacidad y limitación a su libertad de gestión. Asimismo significa una carga operativa y mayores costos por la necesidad de contar con un área de “Relación con el inversionista”.

No obstante, la obligación de reportar información lleva a las empresas emisoras a tener un mayor orden contable y financiero, lo que es beneficioso para la continuidad de sus operaciones. Asimismo, una empresa con valores cotizados en el mercado es percibida por la sociedad generalmente como un negocio sólido y próspero (Morellec, Valt, & Zhdanov, 2014). De esta manera, la emisión de bonos ayuda a generar una imagen empresarial positiva en sus *stakeholders*.

CAPÍTULO II. EVIDENCIA EMPÍRICA

Diversos estudios han tratado de encontrar y analizar los determinantes para la elección de financiamiento entre bonos y préstamos. Para este capítulo se ha profundizado en estudios asociados al comportamiento de las empresas frente a su estructura de capital óptima y por ende su nivel de endeudamiento óptimo (De Fiore & Uhlig, 2011).

Una amplia literatura afirma que la diferencia en la estructura de financiamiento se explica en gran medida por los sistemas legales y características institucionales de cada país. La Porta, Lopez-de-Silanes, Schleifer y Vishny (1997) demostró que los países con una protección legal más efectiva de los accionistas y acreedores son aquellos en los que los empresarios tienen una mayor valoración del financiamiento a través de bonos y un acceso más amplio a los mercados de capitales en relación con los países con menor protección legal.

Bialek-Jaworska y Krawczyk (2016) realizaron un estudio de la elección de fuentes de financiamiento para empresas polacas y demostraron que aquellas con una buena reputación (calificación crediticia más alta y buen historial de emisión de deuda) prefieren emitir bonos que el financiamiento bancario. Ello confirma la hipótesis de asimetría de la información, que supone que las empresas con una mejor reputación y una mayor calidad crediticia tienen más probabilidades de optar por un financiamiento vía bonos. Por otro lado, Davydov (2009) encontró que las firmas que se financian mediante la emisión de bonos tienen mejor desempeño que las que lo hacen con préstamos bancarios.

En esta misma línea, Altunbas, Kara y Marques-Ibanez (2010), en su estudio sobre fuentes de financiamiento de largo plazo para empresas europeas, encontraron que existe una correlación positiva entre la decisión de una empresa de financiarse con un banco y la probabilidad de quiebra que tiene. Contessi, Li y Russ (2013) demostraron que empresas con mayor apalancamiento optan por financiarse en el mercado bancario, mientras que empresas menos apalancadas y con oportunidades de crecimiento sustanciales tienen más probabilidades de emitir deuda. Ambos estudios confirman la teoría del orden jerárquico, según la cual las empresas con mayor probabilidad de insolvencia buscan financiarse con préstamos bancarios en vez de levantar capital en el mercado público mediante la emisión de bonos.

Morellec, Valta, Zhdanov (2014) desarrollaron un modelo para estudiar la elección entre bonos y préstamos bancarios en la decisión de financiamiento de una empresa y sus efectos en la inversión corporativa. Con una muestra de empresas norteamericanas encontraron que la deuda bancaria era más atractiva para la firma que la deuda pública. Ello debido a la posibilidad de renegociación de la misma y a la alta tramitología y pérdida de privacidad asumida en una emisión de bonos.

Stallings y Studart (2006) analizan los cambios relacionados con el sector financiero y el surgimiento de los mercados de capitales como fuente alternativa de financiamiento en América Latina. Concluyen en que los mercados de capitales son un complemento útil de los sistemas bancarios, pero que se han visto obstaculizados por tres factores: la falta de estabilidad macroeconómica, la falta de instituciones fuertes y la existencia de mercados financieros internacionales como alternativa a los mercados nacionales. Estos factores son claves para la decisión tanto de una empresa como de un inversionista, por lo que la emisión de valores en América Latina ha sido poco profunda.

Quiroga y Ramírez (2009) realizaron un análisis comparativo entre las tasas de las principales emisiones de bonos de deuda privada y las tasas de interés de créditos financieros efectuados en Colombia en el 2007 y 2008. Encontraron que, dependiendo del tamaño de la empresa, el costo de la financiación por bonos puede ser mayor o menor que el financiamiento a través de créditos. Es así que para el sector PYME (Pequeña Y Mediana Empresa) el costo de una emisión de bonos es mayor debido principalmente a los numerosos requisitos legales exigidos en el proceso de emisión, la obligación a “abrirse” a terceros y el bajo monto de la emisión.

Concha y Jiménez (2014) realizaron un estudio sobre la relevancia de variables intrínsecas de cada empresa y de mercado, para así obtener la probabilidad de elección del método de financiamiento en una muestra de empresas chilenas. Como principal hallazgo muestran que la variable principal es el monto que quisieran levantar. Empresas que buscan levantar altos montos de capital deciden financiarse a través de bonos, siendo este método preferible incluso a la emisión de acciones. Esta anomalía se podría explicar porque el tamaño del mercado de capitales chileno no permite la capacidad de absorción de altos montos de emisiones accionarias.

Galarza (2017) realizó una investigación con empresas peruanas no financieras buscando determinar las variables que influyen en la decisión de emitir bonos en el extranjero para el periodo comprendido entre 2003 y 2014. Concluye que las variables que son importantes e inciden en la emisión de deuda pública se encuentran relacionadas al tamaño de la empresa, el nivel de apalancamiento de la firma y la liquidez.

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

El mercado de capitales ha experimentado un notable crecimiento en Latinoamérica en los últimos años, ampliando las alternativas de financiamiento para empresas y por ende disminuyendo la dependencia de entidades financieras. Particularmente la emisión de bonos es una alternativa interesante de financiamiento empresarial, sin embargo en la actualidad solo algunas empresas aprovechan realmente las oportunidades que este brinda. El presente trabajo tuvo como objetivo identificar y analizar ventajas y desventajas asociadas al financiamiento mediante préstamos en comparación con el financiamiento a través de bonos para contribuir con una mejora en la toma de decisiones de las empresas.

Los tradicionales préstamos bancarios tienen como principal beneficio la flexibilidad en cuanto a velocidad, renovación y liquidación. Sin embargo, en términos de garantías y plazos suelen ser más rigurosos por el perfil de riesgo que manejan. De la misma manera, al ser los bancos intermediarios financieros, es común que la tasa de interés que exijan sea alta.

Por otro lado, el financiamiento vía emisión de bonos tiene como ventaja el mayor universo de inversionistas dispuestos a otorgar mayor competitividad en cuanto a tasa de interés, resguardos financieros y plazos. Por otro lado, como principal desventaja se encuentra la necesidad de reportar información privilegiada, lo que significa para la firma una pérdida de privacidad y libertad de gestión. Asimismo, se asumen mayores gastos asociados a la emisión que terminan encareciendo el financiamiento.

Del trabajo exploratorio y la exhaustividad bibliográfica se confirmó la hipótesis planteada de que la alternativa de financiamiento más conveniente para una empresa depende de factores intrínsecos, como lo son el tamaño, la capacidad crediticia y el nivel de apalancamiento de la misma. No obstante, se encontró que también influyen variables extrínsecas como lo son los sistemas legales e institucionales de cada país.

La relación entre el tamaño de la empresa, la capacidad crediticia y la posibilidad de financiamiento vía bonos es positiva, mientras que la relación con el nivel de apalancamiento es inversa. Esto se explica por la percepción que tienen los inversionistas de una firma con estas características favorables. De esta manera, es posible que la demanda por los instrumentos que emite la empresa sea mayor, pudiendo conseguir mejores condiciones y aprovechando más las ventajas de este mecanismo de financiamiento. Por otro lado, las empresas de menor tamaño y capacidad crediticia, y mayor apalancamiento, tienden a optar por préstamos bancarios.

Por otro lado, factores externos a las empresas también juegan un rol importante en el desarrollo de los mercados de capitales. Principalmente los marcos regulatorios, legales e institucionales son fundamentales para incentivar el acceso tanto a empresas como a inversionistas. En este

sentido, países con instituciones y regulaciones sólidas tienen un mayor desarrollo este mercado, favoreciendo la posibilidad de las empresas a financiarse a través de emisiones de bonos.

El reto de investigar un tema poco estudiado y en evolución en Latinoamérica trae consigo limitaciones inherentes a la novedad del asunto. La principal limitación fue la escasa literatura existente para el contexto peruano y en general para la región. Adicionalmente, el enfoque del estudio ha sido cualitativo tomando como base investigaciones existentes. Por lo tanto, para un análisis más preciso y robusto se recomendaría utilizar un enfoque cuantitativo.

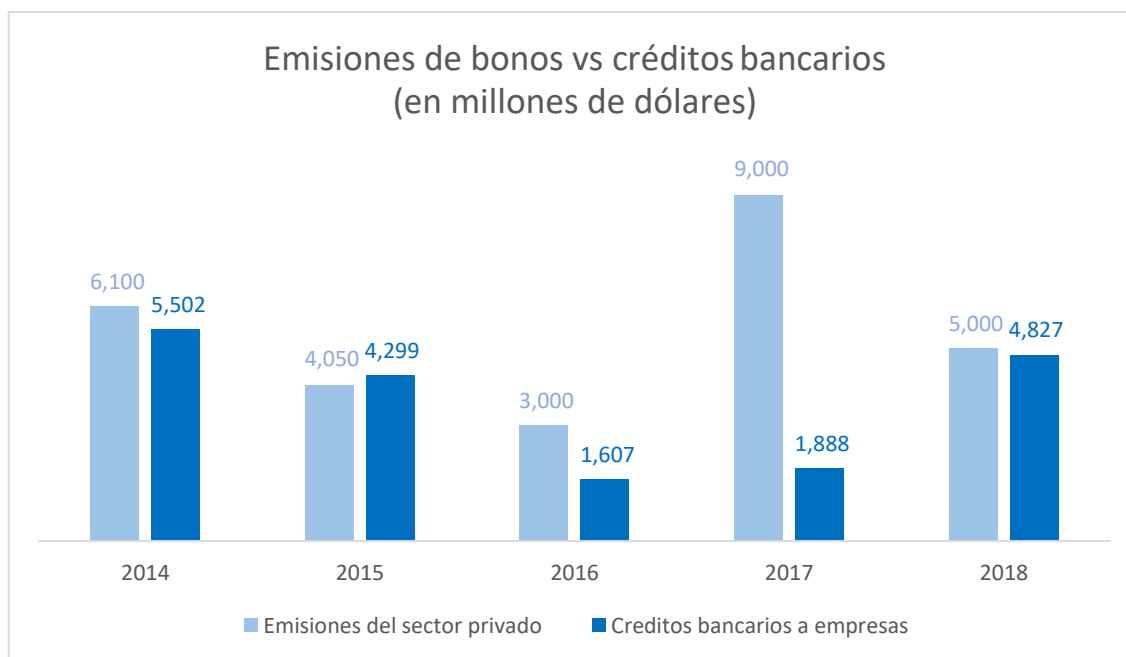
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Altunbas, Y., Kara, A., & Marques-Ibanez. (20 de Octubre de 2009). Large Debt Financing; Syndicated Loans Versus Corporate Bonds. *The European Journal of Finance*, 16(5), 437-458.
- Banco Central de Reserva del Perú. (2019). *Reporte de estabilidad financiera*. Lima.
- Baptista, P., Heernández, R., & Fernández, C. (2014). *Metodología de la investigación*. México D.F.: Mac Graw Hill Education.
- Bialek-Jaworska, A., & Krawczyk, T. (2016). Corporate Bonds or Bank Loans? The Choice of Funding Sources and Information Disclosure of Polish Listed Companies. *World Finance Conference*. New York.
- Concha, J., & Jiménez, T. (2014). *Financiamiento mediante emisiones accionarias o bonos corporativos: Mercado chileno*. Santiago de Chile.
- Contessi, S., & Russ, K. (2013). Bank vs. Bond Financing Over the Business Cycle. *Economic Synopses*.
- Davydov, D. (2009). *Does the Choice Between Bank Loans and Bonds Affect Firm Performance?* Vaasa.
- De Fiore, F., & Uhlig, H. (2011). *Bank Finance Versus Bond Finance*. Cambridge.
- Denis, D., & Mihov, V. (Octubre de 2003). The Choice Among Bank Debt, Non-Bank Private Debt, And Public Debt: Evidence From New Corporate Borrowings. *Journal of Financial Economics*, 70(1), 3-28.
- Galarza, K. (2017). *Determinantes de la emisión de deuda en el extranjero para las empresas no financieras: Caso peruano 2003-2014*. Lima.
- Higuerey, A. (2007). *Financiamiento con deuda a largo plazo*. Trujillo.
- Jenkins, M. (20 de Octubre de 2009). *América Economía*. Obtenido de <http://mba.americaeconomia.com/articulos/columnas/credito-bancario-o-emision-de-titulosde-deuda-que-me-conviene-mas>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Schleifer, A., & Vishny, R. (1997). Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance*, III(52), 1131-1150.
- Manrique, O. (3 de Diciembre de 2019). Financiamiento de empresas con bonos se incrementa en 35%. *Gestión*.
- Marks, H. (2012). *Lo más importante para invertir con sentido común*. New York: Profit.
- Martín, J. L., & Téllez, C. (2011). Créditos sindicados y emisiones internacionales de bonos. *Revista de Contabilidad y Dirección*, 12, 73-94.
- Morellec, E., & Schurhoff, N. (2010). *Corporate Investment and Financing Under Asymmetric Information*.
- Morellec, E., Valta, P., & Zhdanov, A. (2014). *Financing Investment: The Choice Between Bonds And Bank Loans*.
- Place, J. (2005). *Análisis básico de bonos* (Primera ed.). Centro de estudios monetarios latinoamericanos.

- Quiroga, E., & Ramirez, J. (2009). *Análisis comparativo de las tasas de las principales emisiones de bonos de deuda privada y tasas de interés de créditos financieros efectuados en Colombia para el periodo comprendido entre 2007 y 2008*. Colombia.
- Quispe-Agnoli, M., & Tovar, C. (2008). Nuevas tendencias de financiación en América Latina. *Bis Papers*, 36.
- Salinas, S. (s.f.). El financiamiento empresarial a través de la emisión de valores: ventajas, desventajas y perspectivas. *Themis*(34).
- Stallings, B., & Studart, R. (2006). *Financiamiento para el desarrollo: América Latina desde una perspectiva comparada*. Comisión Económica para América Latina y el Caribe, Santiago de Chile.

ANEXOS

Anexo 1: Emisiones de bonos vs créditos bancarios en Perú



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (2019)

Elaboración propia

Anexo 2: Alcances de la investigación

| Alcance | Descripción |
|---------------|--|
| Exploratorio | <ul style="list-style-type: none">• Investigan problemas poco estudiados.• Indagan desde una perspectiva innovadora.• Preparan el terreno para nuevos estudios. |
| Descriptivo | <ul style="list-style-type: none">• Consideran al fenómeno estudiado y sus componentes.<ul style="list-style-type: none">• Miden conceptos.• Definen variables. |
| Correlacional | <ul style="list-style-type: none">• Asocian conceptos o variables.<ul style="list-style-type: none">• Permiten predicciones.• Cuantifican relaciones entre conceptos o variables. |
| Explicativo | <ul style="list-style-type: none">• Determinan las causas de los fenómenos.• Generan un sentido de entendimiento.<ul style="list-style-type: none">• Son sumamente estructurados. |

Fuente: Baptista, Fernández y Hernández (2014)

Elaboración propia

Anexo 3: Ventajas y desventajas del financiamiento vía préstamos bancarios y bonos

| | VENTAJAS | DESVENTAJAS |
|----------------------------|--|--|
| PRÉSTAMOS BANCARIOS | <ul style="list-style-type: none"> - Velocidad, flexibilidad de renovación y liquidación - Sencillo y rápido renegociar | <ul style="list-style-type: none"> - Tasas más altas - Condiciones y garantías más estrictas - Limitado por la línea de crédito |
| BONOS | <ul style="list-style-type: none"> - Plazos, resguardos financieros y garantías más laxos - Menores tasas - Imagen empresarial positiva | <ul style="list-style-type: none"> - Pérdida de privacidad - Escasa posibilidad de renegociación - Mayores costos asociados a la emisión - Carga operativa por requerimientos de información |

Elaboración propia